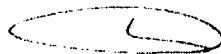


0-795941

На правах рукописи



Петрущенко Юрий Михайлович

**УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ
НА ОСНОВЕ ВЫБОРА ЕЕ СТРАТЕГИЧЕСКИХ АЛЬТЕРНАТИВ**

Специальности

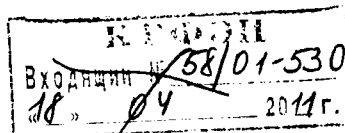
08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством
(менеджмент)

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Новосибирск – 2011



**Работа выполнена на кафедре «Менеджмент и антикризисное управление»
НОУ ВПО «Сибирская академия финансов и банковского дела»**

Научный руководитель: Кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры «Финансы и кредит» НОУ ВПО «Сибирская академия финансов и банковского дела»
Максимова Вера Леонидовна

Научный консультант: Доктор экономических наук, профессор, ректор НОУ ВПО «Сибирская академия финансов и банковского дела»
Фадеекина Наталья Васильевна

Официальные оппоненты: Доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой менеджмента ФГОБУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»
Цыгалов Юрий Михайлович

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



0000788215

Доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры «Финансы и кредит» Кемеровского института (филиала) Российского государственного торгово-экономического университета, заслуженный экономист РФ
Михайлов Владимир Васильевич

Ведущая организация: ГОУ ВПО «Владивостокский государственный университет экономики и сервиса»

Защита состоится 29 апреля 2011 г. в 16.00 часов на заседании Диссертационного совета Д 521.021.01 по экономическим наукам при НОУ ВПО «Сибирская академия финансов и банковского дела» по адресу: 630051, г.Новосибирск, ул. Ползунова, 7, зал заседаний Диссертационного совета, ауд. 21.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке НОУ ВПО «Сибирская академия финансов и банковского дела», с авторефератом – на официальном сайте НОУ ВПО «Сибирская академия финансов и банковского дела» (<http://www.safbd.ru>).

Автореферат разослан «29» марта 2011 г.

Отзывы на автореферат в двух экземплярах, заверенные гербовой печатью, просим направлять на имя ученого секретаря Диссертационного совета.

Ученый секретарь
Диссертационного совета
д-р. экон. наук, доцент

И.В. Баранова

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Современные финансово-экономические условия диктуют создание новой экономической среды с ее инструментами и институтами. Основной предпосылкой для столь серьезных изменений является стратегическая инициатива государства (Стратегия 2020), основанная на решении Правительства РФ о переводе российской экономики с экспортно-сырьевого на инновационный путь развития.

Стратегическая переориентация российской экономики предполагает введение технологических инноваций, новых бизнес-моделей и новых систем управления производством; внедрение инновационного мышления, рост производительности труда и др. Государственная программа базируется на необходимости выбора новых критериев оценки эффективности деятельности субъектов национальной экономики. В качестве одного из них выступает повышение стоимости бизнеса и его устойчивый рост, основанный в том числе на реализации социально-экономической и инновационной стратегий компаний.

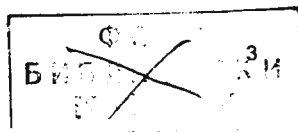
Поиск стратегических альтернатив и качественных механизмов их реализации, позволяющих эффективно управлять стоимостью бизнеса в целях достижения ее устойчивого роста, является актуальнейшей задачей для многих субъектов экономики.

Традиционно в процессе решения подобных задач компания (организация) может выбирать между стратегией органического роста и стратегией осуществления сделок слияний и поглощений.

В условиях финансового кризиса для многих значимых для экономики государства секторов приоритет получила стратегия осуществления сделок слияния и поглощения. Связано это, в первую очередь, с необходимостью компаний обеспечивать потребности национальной экономики и быть высококонкурентоспособными на российском и международных рынках.

Достаточным опытом выбора стратегических альтернатив в целях решения стоящих концептуальных и методологических проблем по внедрению эффективных инструментов управления стоимостью обладает сегодня банковский сектор. Его субъекты зачастую выступают новаторами в разработке и реализации различных механизмов и схем эффективного развития бизнеса. Кроме того, в современных условиях в прогнозах аналитиков на ближайшие несколько лет именно банковский сектор будет доминировать на рынке слияний и поглощений в России, что повышает актуальность разработки эффективных механизмов управления стоимостью и создает условия для их применения с учетом адаптации в других секторах экономики.

Выбор стратегий развития компаний в новых условиях и формирование эффективных механизмов управления стоимостью бизнеса, ориентированных на устойчивый рост, предопределяется необходимостью апробации стратегий и механизмов в наиболее приоритетных секторах национальной экономики и последующего внедрения их в остальные отрасли. Данное положение повышает актуальность диссертационного исследования.



Степень научной разработанности проблемы. Проблемы стратегического управления стоимостью компаний определили достаточно большой спектр направлений исследования: от общих вопросов управления стоимостью бизнеса, консолидации активов под влиянием финансового кризиса и процессами глобализации мировой экономики до специфики оценки синергетических эффектов в сделках слияния и поглощения.

В основу диссертационного исследования легли труды, посвященные проблемам управления стоимостью компаний и формированию соответствующих механизмов. Среди зарубежных и отечественных авторов можно выделить: Арнольда Г., Блэка Э., Брейли Р., Волкова Д., Дамодарана А., Ивашковскую И., Колера Т., Коупленда Т., Раппопорта А., Криворотова В., Рогову Е., Скотта М., Стюарта Б., Теплову Т., Яковлеву Е. и др.

Вопросами оценки стоимости бизнеса в компаниях различных секторов экономики занимались: Абдуллаев Н., Александр Г., Бейли Дж., Бриггем Ю., Гапенски Л., Грязнова А., Коупленд Т., Колер Т., Мурин Д., Новиков А., Рутгайзер В., Федотова М., Цыгалов Ю., Шарп У. и др.

Исследованию механизмов стратегического управления, в том числе в области корпоративных финансов и обеспечения стоимостного прироста компаний посвящены труды: Алексашенко С., Андрианова А., Бергера А., Бредли М., Ведеева В., Воронина М., Гвардина С., Грегори А., Грейма Д., Джэнсена М., Евдокимовой Н., Коха Т., Левина В., МакДоналда С., Мальцевой Г., Никифоровой Л., Никоновой И., Рида С., Ролла Р., Роудса С., Романовского М., Синки Дж., Хамфри Д. и др.

Проблемам применения сделок слияния и поглощения как стратегического инструмента управления стоимостью бизнеса посвящены работы: Бишопла Д., Валдайцева С., Гохана П., Ендовицкого Д., Лажу А., Левина А., Рида С., Савчука С., Устименко В., Фостера Р., Черновой Е., Эванса Ф. и др.

Проблемы управления стоимостью компаний важнейших для государства секторов экономики, в частности, банковского сектора, рассмотрены в трудах: Миллера Дж., Свейри И., Хаванини Дж. Большой интерес в исследовании данного направления представляют работы: Белоглазовой Г., Бергера А., Бойда Ж., Джонсона Б., Каломириса С., Крауса Д., Лаврушина О., Миллера Г., Решоткина К., Рожкова Ю., Сычевой Г., Фадейкиной Н., Фишера К. и др.

Несмотря на наличие значительного количества исследований, касающихся заявленной темы диссертационной работы, постоянные изменения экономических и политических условий развития мировой экономики, модернизация российской экономики требуют разработки и внедрения новых эффективных механизмов и совершенствования процедур стратегического управления стоимостью компаний, ориентированных на ее устойчивый рост.

Цель и задачи диссертационного исследования. Цель диссертационного исследования заключается в разработке организационно-методического инструментария механизма стратегического управления стоимостью компании, обеспечивающего ее устойчивый рост. Достижение указанной цели обусловило постановку и решение следующих задач:

– изучить с точки зрения российской и западной теории и практики сущность понятий: «стоимостной подход», «стоимость», «концепция стоимости», «факторы стоимости», «стратегия», «сделки слияния и поглощения»;

– выявить и проанализировать факторы стоимости компаний;

– обосновать необходимость формирования организационно-методического инструментария механизма стратегического управления стоимостью бизнеса, обеспечивающего ее устойчивый рост;

– определить и построить структуру механизма стратегического управления стоимостью компаний;

– проанализировать и усовершенствовать методы оценки стоимости бизнеса, исходя из стратегий развития компаний;

– разработать с помощью модельно-методического аппарата качественно новые подходы к оценке стоимости бизнеса в целях обеспечения ее устойчивого роста;

– разработать методику оценки синергетического эффекта от сделок слияния и поглощения;

– построить экономико-математическую модель управления стоимостью компаний на основе вариации стратегических альтернатив.

Область исследования. Содержание диссертации соответствует п. 10.8 «Теория и практика управления интеграционными преобразованиями и процессами интеграции бизнеса», п. 10.15 «Корпоративные стратегии, оптимизация размера фирмы и вертикальная интеграция, стратегия диверсификации», п. 10.17 «Управление стоимостью фирмы» специальности 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством (менеджмент)»; п. 3.8 «Обеспечение стоимостного прироста финансовых ресурсов» и п. 5.3 «Теория и методология оценки стоимости бизнеса» специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит (банки и иные кредитные организации)» Паспорта специальностей ВАК РФ.

Объект исследования – процесс стратегических интеграционных преобразований деятельности российских компаний, направленный на обеспечение роста стоимости бизнеса.

Предмет исследования – управленческие отношения, возникающие в процессе стратегического управления стоимостью компаний.

Теоретическая и методологическая база исследования. Теоретической базой диссертационной работы явились научные результаты исследований, представленные в фундаментальных трудах отечественных и зарубежных специалистов по проблемам выбора стратегий развития и стратегических альтернатив управления стоимостью бизнеса, основанных, в том числе, на оценке синергетических эффектов сделок слияния и поглощения.

Методологической базой исследования послужили эмпирические и теоретические методы научного исследования, в том числе: диалектический метод, индукция и дедукция, анализ и синтез, наблюдение, формализация, моделирование и сценарный анализ; специальные методы управленческого, экономического и финансового анализа, в частности, фактор-

ный анализ, методы стратегического управления стоимостью компаний и др.

В основу исследования положены: теория стратегического управления, теория принятия решений, теория финансовой устойчивости.

Информационная база исследования. Исследование основано на материалах законодательного, нормативного, инструктивного и методического характера, относящихся к сфере стратегического управления стоимостью бизнеса.

В качестве основных источников информации для диссертационной работы послужили: публикации научно-методического и практического характера о развитии стоимостных подходов к управлению бизнесом; фактические данные о состоянии рынка слияний и поглощений в России и зарубежных странах (специализированные базы данных: M&A Intelligence, Thomson Financial); аналитические данные международного информационного агентства Bloomberg, исследования и обзоры зарубежных и российских рейтинговых агентств (Standard&Poor's, Moody's, Fitch, Эксперт РА, РБК.Рейтинг), международных аудиторских компаний (KPMG, Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers, McKinsey); информационно-новостные Интернет-порталы (www.ft.com, www.kommersant.ru, www.bre.ru, www.merger.ru, www.ma-journal.ru и пр.); корпоративные сайты российских публичных компаний; внутренние нормативно-правовые документы, методические материалы и эмпирическая информация российских кредитных организаций.

Научная новизна полученных и представленных к защите результатов заключается в совершенствовании организационно-методического инструментария стратегического управления стоимостью компании. Наиболее важные результаты исследования, полученные лично автором, заключаются в следующем:

по специальности 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством (менеджмент):

- разработан методический подход к выбору и реализации корпоративной стратегии, ориентированный на эффективное управление стоимостью компании в целях ее роста и учитывающий отраслевую принадлежность бизнеса (10.8, 10.15);

- обоснована необходимость и предложена методика формирования рейтинга факторов стоимости компании в процессе стратегического управления стоимостью ее бизнеса (п.10.17);

- разработан организационно-методический инструментарий механизма стратегического управления стоимостью компании, обеспечивающий поиск и реализацию стратегических альтернатив в целях достижения устойчивого роста стоимости бизнеса (п.10.8, 10.15, 10.17);

по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит:

- разработана методика оценки синергетического эффекта от сделок слияния и поглощения компаний и доказана целесообразность ее использования при разработке и реализации стратегий роста (3.8);

– построена экономико-математическая модель (численно реализованная в формате Excel), позволяющая прогнозировать величину стоимости компании в зависимости от ряда заданных параметров (отраслевой принадлежности компании, источников синергетического эффекта и др.) (5.3);

– предложен коэффициент синергии, учитывающий вариативность оценки стоимости компаний при осуществлении сделок слияния и поглощения (5.3).

Теоретическое значение выполненного диссертационного исследования заключается в углублении и развитии теоретико-методологических представлений о формировании эффективных процессов управления стоимостью компаний для обеспечения устойчивого роста стоимости их бизнеса в условиях выбора стратегических альтернатив и применения различных инструментов стратегического управления.

Практическая значимость работы состоит в том, что:

– предложенные в ней выводы и рекомендации могут быть применимы в деятельности компаний, заинтересованных в обеспечении устойчивого роста стоимости бизнеса и поиске оптимальных решений в посткризисный период;

– материалы исследования используются в практической деятельности аудиторско-консалтинговой компании ООО «Финансовая экспертиза» (для осуществления процедур оценки и аудита кредитных организаций), аудиторской фирмы ООО «АФ ЭкоН» (для осуществления консультационных услуг в области реструктуризации и реорганизации субъектов реального сектора экономики), в учебном процессе в НОУ ВПО «Сибирская академия финансов и банковского дела» (САФБД) при подготовке студентов, обучающихся по специальностям: «Финансы и кредит», «Менеджмент организации», «Антикризисное управление»;

– разработанные автором методические подходы к оценке и стратегическому управлению стоимостью бизнеса используются в практике новосибирских компаний и арбитражных управляющих.

Апробация результатов диссертационного исследования. Основные результаты диссертационного исследования обсуждались и получили положительную оценку на международных научно-практических конференциях (в республике Казахстан, г. Семей, декабрь, 2008 г.; в г. Новосибирск, апрель, 2009 г.) и научных сессиях САФБД (2007–2010 гг.).

Результаты исследования используются в учебном процессе в НОУ ВПО САФБД, в практической деятельности арбитражных управляющих, аудиторско-консалтинговой компании ООО «Финансовая экспертиза», аудиторской фирмы ООО «АФ ЭкоН», в деятельности двух новосибирских банков, что подтверждается справками (актами) о внедрении.

Публикации. По теме диссертационного исследования опубликовано 10 научных работ общим объемом 19,43 п.л. (из них авторских – 7,88 п.л.), в том числе 1 монография объемом 14,34 п.л. (из них авторских – 3,14 п.л.) и 3 статьи объемом 1,46 п.л. (из них авторских – 1,46 п.л.) в изданиях, рекомендованных ВАК.

Объем и структура диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка (239 наименований) и трех приложений. Основной текст работы изложен на 158 страницах, содержит 26 таблиц и 12 рисунков.

Во введении обоснована актуальность темы исследования; определены цель и задачи; выделены объект и предмет исследования; определены основные методы исследования; показаны теоретическая, методологическая, информационная базы исследования; представлены основные элементы научной новизны; раскрыты теоретическая и практическая значимость, результаты апробации исследования.

В первой главе «Стратегическое управление стоимостью компаний: теоретические и концептуальные аспекты» представлены теоретические и концептуальные основы процесса управления стоимостью компании; разработан авторский методический подход к выбору и реализации корпоративной стратегии; предложена методика формирования рейтинга факторов стоимости компании.

Во второй главе «Организационно-методический инструментарий стратегического управления стоимостью компании» обоснованы принципы формирования и структура механизма стратегического управления стоимостью компании, обеспечивающего поиск и реализацию ее стратегических альтернатив в целях достижения устойчивого роста стоимости.

В третьей главе «Практическая реализация методического инструментария стратегического управления стоимостью бизнеса» на основе экономико-математического моделирования с помощью формализации и квантификации обоснован и уточнен организационно-методический инструментарий стратегического управления стоимостью компании, обеспечивающий ее устойчивый рост (вариации испытаний моделей продемонстрированы на примере деятельности российских банков).

В заключении обобщены основные результаты диссертационного исследования, сформулированы выводы и рекомендации по применению разработанных в диссертации положений.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Разработан методический подход к выбору и реализации корпоративной стратегии, ориентированный на эффективное управление стоимостью компании в целях ее роста и учитывающий отраслевую принадлежность бизнеса.

В диссертационном исследовании автор предлагает собственный концептуальный подход к управлению стоимостью бизнеса, главная идея которого заключается в обеспечении устойчивого роста стоимости компании, а в основе его реализации содержатся: принципы стратегического управления стоимостью бизнеса, стратегические ресурсы и др. (рис. 1).

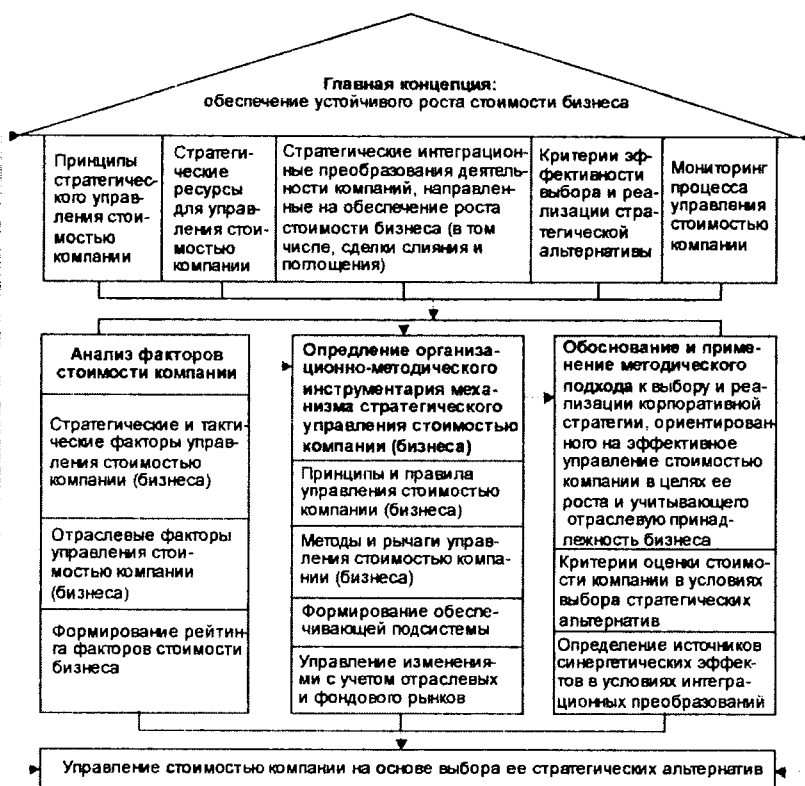


Рисунок 1 – Концептуальный подход к управлению стоимостью компании на основе выбора ее стратегических альтернатив

На основе результатов анализа факторов стоимости компаний формируется организационно-методический инструментарий механизма стратегического управления стоимостью бизнеса. Далее обосновывается и применяется методический подход к выбору и реализации соответствующей стратегической альтернативы. Автор предлагает данный методический подход применять с учетом отраслевой принадлежности компаний (бизнеса) (рис. 2).

В исследовании выделяются стратегически приоритетные для государства секторы экономики, которые ориентированы на активный рост и развитие.

В целях их определения автор использует законодательные акты, в частности, Федеральный закон от 29.04. 2008 № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства».

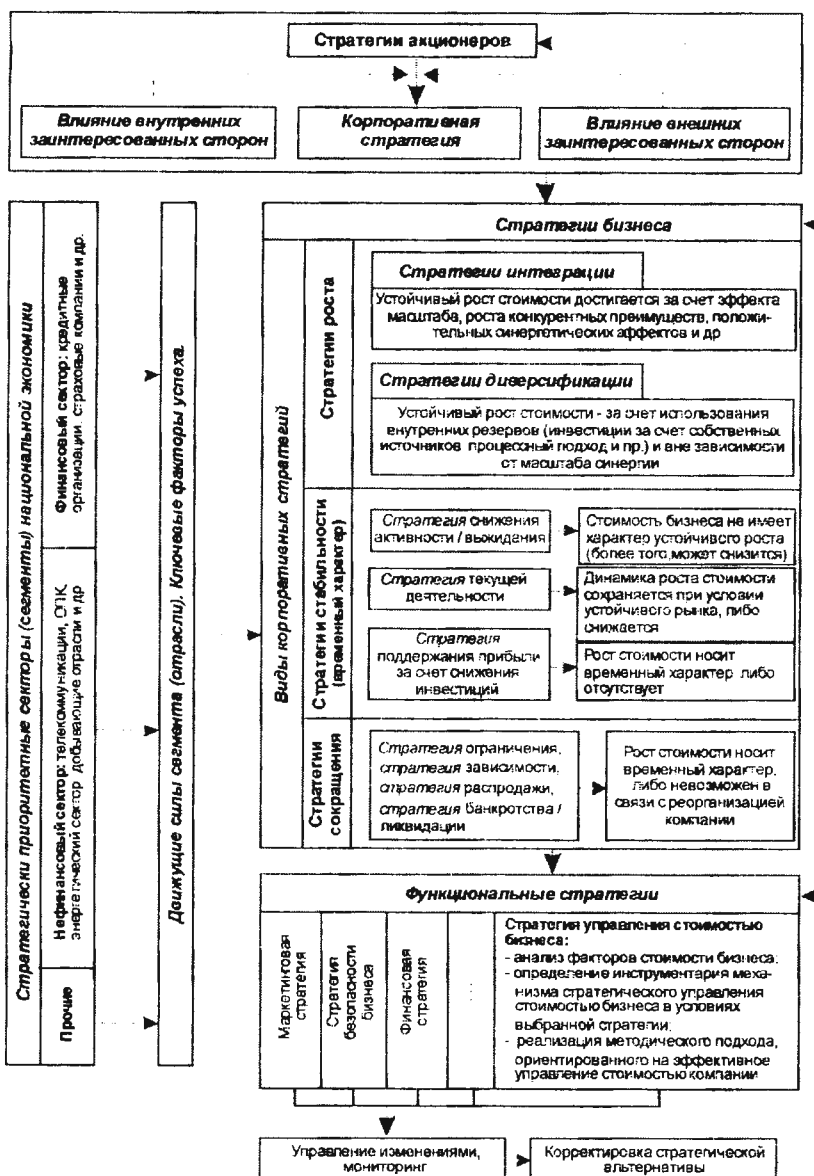


Рисунок 2 – Иллюстрация методического подхода к выбору и реализации корпоративной стратегии компании в целях обеспечения роста ее стоимости

В работе автор выделяет приоритетные сегменты финансового и нефинансового секторов экономики, определяет в них отрасли с наибольшим потенциалом роста и развития.

Анализ потенциала роста и развития сегментов (отраслей и их субъектов) базируется на оценке рыночной инвестиционной активности и уровне государственной поддержки (финансирования). Данные критерии автор относит к ключевым при формировании корпоративной стратегии компаний, обеспечивающей рост стоимости бизнеса.

Выбор стратегии, подлежащей реализации, является одной из самых сложных процедур в системе стратегического управления. Выработано множество подходов и моделей, позволяющих осуществить стратегический выбор и отличающихся друг от друга набором переменных факторов: матрицы возможностей (И. Ансофф и др.), модель национального ромба (М. Портер), методы портфельного анализа и пр. Главным критерием оценки стратегических альтернатив является условие достижимости целей компании. Основной целью выбранной стратегии в рамках данного исследования является *обеспечение устойчивого роста стоимости бизнеса (компаний)*.

Краткая характеристика типов стратегий с точки зрения их возможности обеспечить устойчивый рост стоимости бизнеса приведена на рис. 2.

В исследовании подчеркивается, что стратегия управления стоимостью бизнеса носит характер функциональной стратегии, но ее осуществление всецело зависит от реализации корпоративной стратегии и стратегий бизнеса.

Среди функциональных стратегий в диссертации автор выделяет стратегию обеспечения безопасности бизнеса и обосновывает необходимость ее реализации как одной из основных стратегий в целях достижения устойчивого роста стоимости компании.

Автор отмечает, что при определении стратегических альтернатив, обеспечивающих устойчивый рост стоимости бизнеса, необходимо определять критерии их выбора. В качестве таких критериев в работе предлагаются следующие: адекватность внешним условиям, результативность, внутренняя согласованность и др.

В качестве главных факторов, влияющих на реализацию корпоративной стратегии, автор выделяет движущие силы сегмента (отрасли) и ключевые факторы успеха, характеризующие общетраслевые перспективы улучшения конкурентных позиций компаний. За счет этого субъекты стратегически приоритетных отраслей экономики (особенно выделенные в финансовом и нефинансовом секторах на рис. 2) смогут реализовать стратегии управления стоимостью бизнеса, ориентированные на достижение ее устойчивого роста.

Основное внимание автор уделяет стратегиям роста бизнеса, поскольку именно они в посткризисный период будут доминировать на рынках различных секторов экономики и нуждаться в эффективных механизмах управления стоимостью, обеспечивающих ее устойчивый рост.

Обоснована необходимость и предложена методика формирования рейтинга факторов стоимости компании в процессе стратегического управления стоимостью ее бизнеса.

Значительная роль в стратегическом управлении стоимостью бизнеса отводится факторам стоимости. Автор выделяет стратегические и тактические факторы.

К *стратегическим факторам стоимости* компании относят факторы (причины, рычаги, источники), влияющие на эффективность реализации выбранной стратегической альтернативы и динамику стоимости в долгосрочном периоде: структура капитала, ребрэндинг, гудвилл, эффективность системы риск-менеджмента, уровень развития региональной сети, инвестиции в интеллектуальный капитал, трансфертное ценообразование, сделки M&A, синергетические эффекты и др.

Тактические факторы стоимости позволяют обеспечить выполнение краткосрочных задач (по этапам) в процессе реализации стратегической альтернативы. К тактическим факторам относятся: структура капитала, гудвилл, рентабельность активов, рентабельность капитала, ставка дисконтирования денежных потоков, уровень рисков деятельности, уровень прозрачности бизнеса, уровень концентрации бизнеса и рисков, законодательные требования и др.

Автор показывает, что ряд факторов включен в обе группы (например, гудвилл, структура капитала), так как и в текущем моменте, и в стратегической перспективе потенциал данных факторов как движущей силы процесса увеличения стоимости существенен для компании.

В процессе разработки и реализации корпоративной стратегии осуществляется мониторинг достаточно большой совокупности факторов стоимости, однако, степень их влияния на рост стоимости существенно различается. Автор предлагает акцентировать внимание на тех факторах, которые с большей вероятностью и большим влиянием воздействуют на стоимость компании. Для этого формируются группы факторов, отличающиеся степенью воздействия на стоимость бизнеса в заданный период времени: наиболее значимые факторы, значимые факторы, факторы средней значимости, факторы слабой значимости, малозначимые факторы.

В зависимости от воздействия внешнего и внутреннего окружения, периода времени и пр. факторы могут переходить из группы в группу, например из группы наиболее значимых факторов в группу значимых факторов и т.д.

На рис. 4 представлена матрица рейтингования групп факторов стоимости, которая является основой методики ранжирования групп факторов стоимости и установления рейтинга их стратегической значимости. Матрица построена в двоичной системе координат: вероятность устойчивого роста стоимости бизнеса (в %), влияние на устойчивый рост стоимости бизнеса (в ден. ед.).

Рейтинг стратегической значимости устанавливается следующим образом: рейтинг зеленой зоны – «А» – высокая значимость группы факторов для управления стоимостью компании, желтой зоны – «В» – доста-

точно значимая группа факторов, красной зоны – «D» – менее значимая группа факторов. В зависимости от нахождения групп факторов в конкретной зоне устанавливается соответствующий рейтинг группы. Приоритет остается за группами факторов из зеленой зоны.

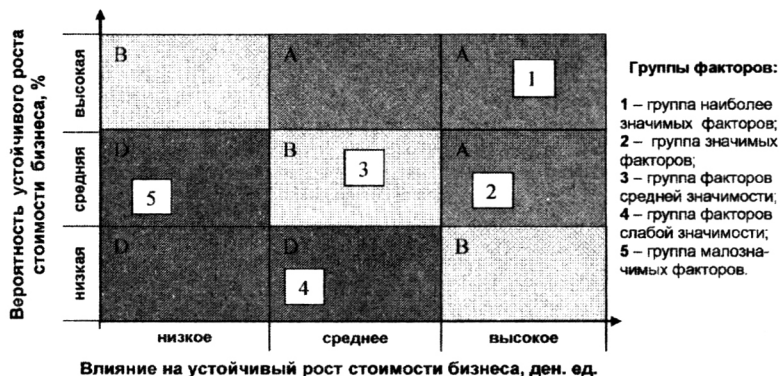


Рисунок 4 – Матрица рейтингования групп факторов стоимости бизнеса

Для каждой группы устанавливаются предельные интервалы для вероятности и влияния на рост стоимости, в зависимости от которых осуществляется группировка факторов. Интервалы зависят от объемов бизнеса компании, накопленной статистики, отраслевых рыночных ориентиров и др.

Автор предлагает использовать следующие подходы для оценки вероятности и влияния факторов на рост стоимости бизнеса в целях их группировки:

1. Выбрать ключевые бизнес-направления, реализация которых оказывает наиболее сильное влияние на стоимость компании (на основе их ранжирования от наиболее влияющего до наименее влияющего).

2. По каждому из наиболее влияющих бизнес-направлений (их количество определяется экспертно) сформировать совокупность факторов и с помощью анализа чувствительности стоимости к изменениям каждого фактора проранжировать их от наиболее значимых к наименее значимым факторам.

3. Сформировать единую проранжированную совокупность факторов.

4. На основе экспертных оценок с помощью балльно-весаого метода сгруппировать факторы в группы по степени воздействия на стоимость компании.

5. В каждой группе определить вероятность и влияние группы факторов на рост стоимости компании (как средние значения по совокупности факторов группы).

6. Построить рейтинг стратегической значимости групп факторов стоимости.

7. Активизировать управление факторами групп с рейтингами «А», «В» в процессе стратегического управления стоимостью компании.

8. Осуществлять периодический мониторинг факторов стоимости, пополнение их совокупности в целях эффективного управления стоимостью компании.

Разработан организационно-методический инструментарий механизма стратегического управления стоимостью компании, обеспечивающий поиск и реализацию стратегических альтернатив в целях достижения устойчивого роста стоимости бизнеса.

Анализ различных подходов к определению понятия «управление стоимостью бизнеса» позволяет автору делать выводы о том, что управление стоимостью – это интегрированный процесс, направленный на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях компании за счет концентрации общих усилий на ключевых факторах стоимости. Соответственно, управление стоимостью бизнеса – это процесс, направленный на получение интегрального эффекта от принимаемых менеджментом решений в целях достижения устойчивого роста стоимости бизнеса. Эффективность указанного процесса зависит от уровня функциональности механизма стратегического управления стоимостью компании, а также – от полноты и качества его обеспечения.

Под *механизмом стратегического управления стоимостью* компании автор предлагает понимать систему управления финансово-экономическими и организационными отношениями компании как субъекта соответствующего сектора (сегмента, отрасли) экономики посредством стратегических инструментов, взаимосвязанных между собой целевой функцией достижения устойчивого роста стоимости компании.

Методологический подход к построению структуры и организационно-методического инструментария механизма стратегического управления стоимостью (рис. 5) заключается в использовании системного подхода к управлению стоимостью бизнеса, обеспечивающему ее устойчивый рост на основе:

- ориентации на межконтинентальные процессы глобализации экономики и на национальные стратегии развития экономики России, включающие стратегическую модернизацию секторов с учетом требований, предъявляемых к обеспечению безопасности бизнеса и повышению его конкурентоспособности;

- определения конкурентоспособных корпоративных стратегий субъектами национальной экономики, обеспечивающих устойчивый рост стоимости бизнеса в стратегической перспективе;

- внедрения в действие двух взаимосвязанных и взаимообусловленных подсистем механизма стратегического управления стоимостью: функциональной и обеспечивающей;

- внедрения ресурсного обеспечения, включающего финансовые, материальные активы и интеллектуальный капитал;

- формирования структуры функциональной подсистемы, обеспечивающей реализацию стратегических альтернатив посредством применения обоснованных методов и рычагов;

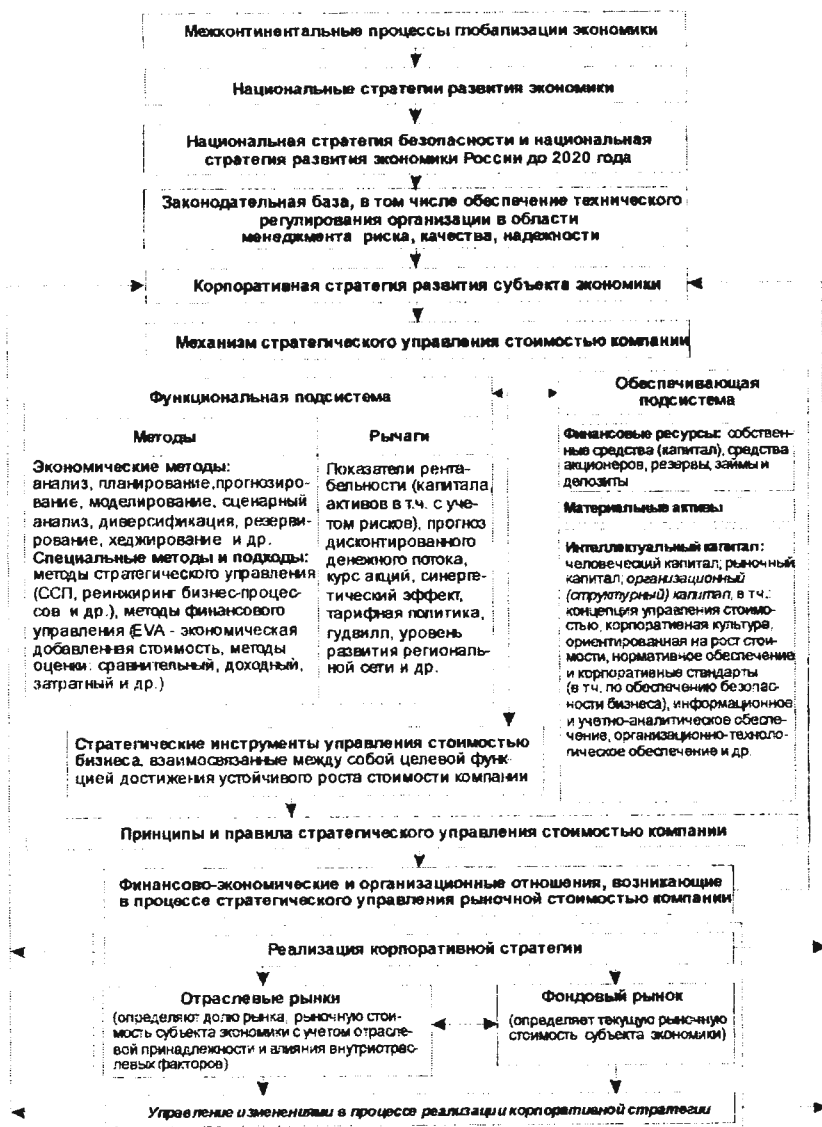


Рисунок 5 – Механизм стратегического управления стоимостью компании

– рационального взаимодействия функциональной и обеспечивающей подсистем механизма, выраженного в том числе в формировании принципов и правил управления стоимостью бизнеса;

– поиска и реализации стратегических альтернатив посредством стратегических инструментов, совокупность которых образуется на основе взаимодействия функциональной и обеспечивающей подсистем;

– выделения блока, отвечающего за реализацию корпоративной стратегии с учетом влияния отраслевых и фондового рынков, а также – процесса управления изменениями (при реализации стратегии) и др.

В исследовании обосновывается необходимость выделения блока «стратегические инструменты» в построенном механизме. Под *инструментами стратегического управления стоимостью бизнеса* понимаются инструменты управления (способы, методы, подходы, средства, рычаги), обеспечивающие рост стоимости в рамках реализации корпоративных стратегий развития компании.

К инструментам стратегического управления стоимостью компании автор относит: стратегические решения (внешняя и инвестиционная политика, новые рынки сбыта, реструктуризация и реорганизация, в том числе сделки слияния и поглощения и др.); методы и подходы (методы стратегического управления и финансового менеджмента); средства (финансовые ресурсы, материальные активы, интеллектуальный капитал).

В структуре интеллектуального капитала автор выделяет компоненты – «идеология управления стоимостью» и «корпоративная культура, ориентированная на рост стоимости» – и обосновывает необходимость их включения как элементов, без которых устойчивый рост стоимости бизнеса невозможен в стратегической перспективе.

Автор выделяет такие свойства механизма как гибкость в выборе стратегий и вариативность формирования структуры: гудвилл, например, при реализации механизма стратегического управления стоимостью бизнеса может выступать не только рычагом в функциональной подсистеме, но и стратегическим инструментом управления стоимостью – все зависит от результатов поиска и определения стратегических альтернатив, ориентированных на обеспечение устойчивого роста стоимости компании.

Разработана методика оценки синергетического эффекта от сделки слияния и поглощения компаний и доказана целесообразность ее использования при разработке и реализации стратегий роста.

Для справедливой оценки синергетических эффектов от сделки слияния и поглощения автор разрабатывает методику, состоящую из нескольких этапов.

Предварительный этап методики включает в себя расчет эффекта синергии в суммовом выражении. Предлагаемый подход дает предварительную оценку эффективности, то есть, еще до момента осуществления сделки M&A позволяет произвести предварительные расчеты и сделать некоторые выводы.

Оценка эффекта синергии осуществляется в соответствии со следующими этапами.

Этап 1. Независимая раздельная оценка рыночной стоимости каждой компании, участвующей в слиянии/поглощении (по формуле Гордона).

Этап 2. Оценка стоимости объединенной компании без учета синергии как результат простого сложения стоимости компаний, рассчитанных на этапе 1 (см. ниже табл. 1-2, иллюстрирующие работу модели).

Этап 3. Оценка синергетического эффекта на основе ожидаемого роста объединенной компании и ее денежного потока, оценка рыночной стоимости объединенной компании с учетом синергетического эффекта (табл. 3).

Этап 4. Оценка стоимости синергии как разницы между рыночной стоимостью объединенной компании с учетом эффекта синергии и без учета эффекта синергии.

Далее, в методику добавляются этапы, позволяющие оценивать и прогнозировать стоимость объединенной компании, управлять параметрами, влияющими на стоимость бизнеса.

Этап 5. Оценка максимальной стоимости покупаемой компании с учетом величины синергии и премии от синергетического эффекта, поделенной между сторонами сделки.

Этап 6. Оценка стоимости объединенной компании с учетом максимальной стоимости покупаемой компании в момент сделки.

Этап 7. Прогнозирование величины стоимости компании с учетом сделки слияния/поглощения в зависимости от совокупности влияющих параметров (величина стоимости компаний, величина синергии, эффект масштаба, эффект увеличения расходов после слияния, период прогнозирования, финансовые показатели деятельности компаний и др.).

Автор подробно рассматривает этапы на примере деятельности кредитных организаций.

Построена экономико-математическая модель (численно реализованная в формате Excel), позволяющая прогнозировать величину стоимости компании в зависимости от ряда заданных параметров (отраслевой принадлежности компании, источников синергетического эффекта и др.)

Исходные данные: Банк поглощает небольшой банк *N*, в результате получается объединенный Банк.

Данные по банкам представлены в табл. 1.

Таблица 1 – Исходные данные по банкам, планирующим участвовать в сделке M&A

Параметры	Банк	Банк <i>N</i>
Доходы, тыс. руб.	145 076 478	1 704 919
Расходы, тыс. руб.	133 203 489	1 194 840
Прибыль, тыс. руб.	11 872 989	510 079
Планируемый рост прибыли, %	5,5	0
Средневзвешенная доходность на капитал, %	12	2
Обязательные отчисления из прибыли (налоги, проценты) (г), %	24	24

Расчет.

I. Блок (для табл. 2).

$V(\text{Банк}) = 146\,457\,892$ тыс. руб. (V – стоимость);

$V(\text{банк } M) = 19\,383\,000$ тыс. руб.;

$V(\text{Банк_объединенный}) = V(\text{Банк}) + V(\text{банк } M) = 165\,840\,892$ тыс. руб.

Прибыль
 средне- $= 5,5\% \cdot \frac{146\,457\,892}{165\,840\,892} + 0\% \cdot \frac{19\,383\,000}{165\,840\,892} = 4,86\%$
 взвешенная

Средневзвешенная
 доходность $= 12\% \cdot \frac{146\,457\,892}{165\,840\,892} + 2\% \cdot \frac{19\,383\,000}{165\,840\,892} = 10,83\%$
 капитала

II. Блок (для таблицы 3).

Эффект масштаба: снижение операционных расходов на 15 % (в структуре расходов операционные расходы составляют 20 %).

Расходы $= 134\,398\,329 - 134\,398\,329 \cdot 20\% + (134\,398\,329 \cdot 20\% \cdot (100\% - 15\%)) =$
 $= 107\,518\,663 + 22\,847\,716 = 130\,366\,379$ тыс. руб.

$V(\text{Банк_объединенный}) = \frac{16415018 \cdot (1 - 0,24) \cdot 1,0486}{0,1083 - 0,0486} = 219\,124\,268$ тыс. руб.

III. Блок (эффект синергии).

$V(S) = 219\,124\,268 - 165\,840\,892 = 53\,283\,376$ тыс. руб.

Таблица 2 – Показатели объединенного Банка без учета синергии

Параметры	Банк_об, без учета синергии
Доходы, тыс. руб.	146 781 397
Расходы, тыс. руб.	134 398 329
Прибыль, тыс. руб.	12 383 068
Планируемый рост прибыли, %	4,86
Средневзвешенная доходность на капитал, %	10,83
$V(\text{Банк_объединенный})$, тыс. руб.	165 840 892

Вывод: интерес представляют те варианты слияний и поглощений, в результате которых прогнозируется рост рыночной стоимости объединенного банка по сравнению с суммой отдельно взятых банков (эффект масштаба приведен для примера).

Таблица 3 – Показатели объединенного Банка с учетом синергии

Параметры	Банк_об, с учетом синергии
Доходы, тыс. руб.	146 781 397
Расходы, тыс. руб.	130 366 379
Прибыль, тыс. руб.	16 415 018
Планируемый рост прибыли, %	4,86
Средневзвешенная доходность на капитал, %	10,83
$V(\text{Банк_объединенный})$, тыс. руб.	219 124 268

Автор в исследовании особо подчеркивает определенную отраслевую универсальность предложенной методики: она может быть применима в деятельности компаний нефинансового и финансового секторов национальной экономики (поскольку не содержит никаких специфических банковских показателей).

Учитывая, что приведенная часть методики работает как модель в формате Excel, автор на основе испытаний построенной модели получил результаты, которые подтверждают наличие и отрицательных синергетических эффектов от сделок M&A.

Таблица 4 – Стоимость объединенного Банка в условиях отрицательной доходности капитала (без учета синергии)

Параметры	Банк	банк N
Доходы, тыс. руб.	145 076 478	1 704 919
Расходы, тыс. руб.	133 203 489	1 194 840
Прибыль, тыс. руб.	11 872 989	510 079
Планируемый рост прибыли, %	5,5	0
Средневзвешенная доходность на капитал, %	12	-6
Обязательные отчисления из прибыли (налоги, проценты) (r), %	24	24
Чистая прибыль (за вычетом налогов), тыс. руб.	9023472	387660
V, тыс. руб.	146457892	-6461001
V (Банк_объединенный)	139996891	

В табл. 4 представлен расчет без эффекта синергии с учетом того, что покупаемый банк N «проедает капитал» и доходность имеет знак «минус» (либо ситуация, когда собственного капитала практически нет, банк получил значительные убытки и др.), соответственно, стоимость объединенного Банка меньше стоимости банка-покупателя (на момент оценки).

Построенная модель позволяет прогнозировать величину стоимости, исходя из значений показателей: доходности на капитал, роста прибыли, синергетических эффектов и др. Рост прибыли сложно прогнозировать, особенно в условиях быстро меняющейся внешней среды; сложно однозначно оценить синергетический эффект, например, от эффекта масштаба или эффекта менеджмента и др.

В табл. 5 представлена динамика стоимости объединенного Банка с учетом различных оценок синергетического эффекта.

Синергетический эффект от поглощения равен:

$$V(S) = V(\text{Компания_об}) - (V(\text{Покупатель}) + V(\text{Цель})), \quad (1)$$

где $V(S)$ – стоимость синергетического эффекта;

$V(\text{Компания_об})$ – стоимость объединенной компании;

$V(\text{Покупатель})$ – стоимость компании –покупателя;

$V(\text{Цель})$ – стоимость компании -цели.

При наличии синергетического эффекта (если он подтвержден предварительной оценкой) возникает задача определения максимально допустимой цены сделки, которую покупатель (Банк) может заплатить за банк N.

Таблица 5 – Варианты значений параметров модели оценки стоимости объединенного Банка (снижение эффекта синергии)

Параметры			Банк	Банк N	
I. Постоянные					
Доходы, тыс. руб.			145 076 478	1 704 919	
Расходы, тыс. руб.			133 203 489	1 194 840	
Прибыль, тыс. руб.			11 872 989	510 079	
Планируемый рост прибыли, %			5,5	0	
Средневзвешенная доходность на капитал, %			12	2	
Обязательные отчисления из прибыли (налоги, проценты) (г).%			24	24	
II. Переменные					
Эффект синергии (увеличение расходов на определенный процент),%	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0
Стоимость объединенного Банка, тыс. руб.	147256929	129328735	111400541	93472347	75544153

$$\text{Max}P(\text{Цель}) = V(\text{Компания_об}) - (V(\text{Покупатель}) + E), \quad (2)$$

где $\text{Max}P(\text{Цель})$ – максимально допустимая цена компании- цели;
 $V(\text{Компания_об})$ – стоимость объединенной компании;
 $V(\text{Покупатель})$ – стоимость компании – покупателя;
 E – издержки компании – покупателя на сделку.

Премия от синергетического эффекта может быть распределена между компанией-покупателем и компанией-продавцом по договоренности. Тогда фактическая цена компании – цели рассчитывается следующим образом:

$$P(\text{Цель}) = V(\text{Цель}) + V(S) \times q, \quad (3)$$

где $P(\text{Цель})$ – фактическая цена компании- цели;
 $V(S)$ – стоимость синергетического эффекта;
 q – величина премии от синергетического эффекта (в долях) для компании – цели;
 $V(\text{Цель})$ – стоимость компании – цели.

Расчет.

I. Блок.

$V(\text{Компания_об}) = 219\,124\,268$ тыс. руб.;

$V(\text{Покупатель}) = 146\,457\,892$ тыс. руб.;

$E = 100\,000$ тыс.руб.

$\text{Max}P(\text{банк } N) = 219\,124\,268 - 100\,000 - 146\,457\,892 = 72\,566\,376$ тыс. руб.

II. Блок.

$V(S) = 53\,283\,376$ тыс. руб.;

$V(\text{Цель}) = 19\,383\,000$ тыс. руб.;

$P(\text{банк } N) = 19\,383\,000 + 53\,283\,376 \cdot 0,35 = 38\,032\,182$ тыс. руб.

Предложен коэффициент синергии, учитывающий вариативность оценки стоимости компаний при осуществлении сделок слияния и поглощения.

Учитывая, что интерес к синергетическим эффектам и возможным методикам их оценок в настоящее время растет, автор предлагает рассчитывать коэффициент синергии для компаний, участвующих в подобных сделках (компании – покупатели).

Расчет коэффициента синергии можно осуществлять следующим образом:

$$S(AB) = \frac{V(AB) - (V(A) + V(B))}{V(A) + V(B)}, \quad (4)$$

где $S(AB)$ – коэффициент синергии при поглощении компанией А компании В;
 $V(AB)$ – стоимость объединенной компании на момент объединения (предварительная оценка);

$V(A)$ – стоимость компании А в момент поглощения;

$V(B)$ – стоимость компании В в момент поглощения.

Таким образом, полученный коэффициент является коэффициентом синергии на этапе предварительной оценки стоимости компаний, участвующих в сделке.

Целесообразно определять (прогнозировать) несколько оценок и брать среднюю из них (по крайней мере, для внутренних оценок). Периоды выбираются, исходя из стратегических целей компаний, участвующих в сделке. Тогда коэффициент синергии можно определить по следующей формуле:

$$S(AB) = \sum_{i=1}^n \frac{V_i(AB) - (V(A) + V(B))}{V(A) + V(B)} / n, \quad (5)$$

где n – количество периодов, за которые производится оценка;

$V_i(AB)$ – стоимость объединенной компании в i -ый период.

Автор предлагает оценивать $V_i(AB)$ многократно: на этапе планирования сделки (предварительная оценка), через три месяца после реализации сделки и через 1 год после реализации сделки.

По мнению автора, при проведении подобных сделок следует учитывать определенные корректирующие коэффициенты, совокупная оценка которых является интегральной оценкой динамики коэффициента синергии в течение задаваемого периода.

Тогда формулу (5) можно представить в виде:

$$S(AB) = \sum_{i=1}^n \frac{V_i(AB) - (V(A) + V(B))}{V(A) + V(B)} / n * k_i, \quad (6)$$

где k_i – корректирующие коэффициенты.

Показатели k_i автор предлагает называть *индикаторами эффективности слияния*.

Расчет показателей осуществляется на основе рейтинга факторов стоимости (такой рейтинг каждая компания может построить самостоятельно).

В табл. 6 автор на примере практики конкретной компании (Банка) демонстрирует оценку $S(AB)$. За основу приняты данные табл. 2.

Таблица 6 – Оценка коэффициента синергии по сделке поглощения Банком банка N

Показатели	1 период	2 период	3 период
Эффект синергии (динамика расходов на определенный процент), %	-2	1	1,3
Стоимость объединенного банка, тыс. руб.	201041511	147256929	141878471
Индикатор эффективности в период, (к)	0,85	1,03	1,036
Скорректированная стоимость объединенного Банка, тыс. руб.	170885284,4	151674637	146986096
Итоговая стоимость, тыс. руб.	156515339		

Разработанный и представленный автором модельно-методический аппарат позволяет прогнозировать величину стоимости компании и влиять на нее посредством вариаций параметров и их количества, что обеспечивает выбор инструментария, при котором с наибольшей вероятностью достигается устойчивый рост стоимости. В этом заключается основная практическая значимость диссертационного исследования.

Заключение диссертационного исследования содержит основные выводы и предложения, исходя из поставленных целей и задач работы.

III. ОСНОВНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Публикации в изданиях, рекомендованных ВАК России

1. Петрущенко Ю.М. Факторы стоимости кредитной организации // Сибирская финансовая школа. 2010. № 4. С. 89–92 (0,5 п.л.).

2. Петрущенко Ю.М. Перспективы развития стоимостного подхода к управлению бизнесом банка в условиях глобализации финансовой системы // ФЭС: Финансы. Экономика. Стратегии. 2010. №12. С.38–41 (0,55 п.л.).

3. Петрущенко Ю.М. Сделки слияния/поглощения как стратегический инструмент управления стоимостью банковского бизнеса // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. 2010. № 4 (24). № гос. рег. статьи 0421000034/. Режим доступа к журн.: <http://uecs.mcnp.ru> (0,41 п.л.).

Монографии

4. Фадейкина Н.В., Максимова В.Л., Петрущенко Ю.М. Слияния и поглощения компаний как инструмент стратегического управления стоимостью бизнеса. Новосибирск: САФБД, 2011. 229 с. (14,34 / 3,14 п.л.)

*Статьи, опубликованные в сборниках научных трудов
и материалах научных конференций*

5. Петрущенко Ю.М. Мультипликаторы в оценке стоимости коммерческого банка. Национальные инновационные системы и инвестиционная политика: сборник научных трудов по материалам международной научно-практической конференции. Новосибирск: САФБД, 2007. С. 357–361 (0,56 п.л.).

6. Петрущенко Ю.М. Некоторые подходы к оценке синергетического эффекта сделки слияния / поглощения банка в зависимости от ряда факторов // Сборник научных трудов по материалам межрегиональных научно-практических конференций и научных сессий. Часть 1. Новосибирск: САФБД, 2008. С. 304–311 (0,52 п.л.).

7. Максимова В.Л., Петрущенко Ю.М. Корпоративные стратегии и инструменты управления стоимостью бизнеса // Сборник научных трудов по материалам межрегиональных научно-практических конференций и научных сессий. Часть 2. Новосибирск: САФБД, 2008. С. 71–76 (0,65 / 0,3 п.л.).

8. Петрущенко Ю.М. Анализ российского рынка слияний/поглощений кредитных организаций // Сборник научных трудов по материалам межрегиональных научно-практических конференций и научных сессий. Новосибирск: САФБД, 2009. С. 129–135 (0,63 п.л.).

9. Петрущенко Ю.М. Анализ методов оценки стоимости коммерческого банка в российской и зарубежной банковской практике // Российский экономический интернет-журнал [Электронный ресурс]: Интернет-журнал АТиСО / Акад. труда и социал. отношений — Электрон. журн. — М.: АТиСО, 2010 — Режим доступа: <http://www.e-rej.ru/Articles/2010/Petruschenkov.pdf> (0,72 п.л.).

10. Петрущенко Ю.М. Современные подходы к оценке стоимости кредитных организаций // Проблемы и решения в области финансов, страхования и инвестиций. 2010. № 1. С. 10–15.

101 =

Научное издание

Петрущенко Юрий Михайлович

**Управление стоимостью компании
на основе выбора ее стратегических альтернатив**

АВТОРЕФЕРАТ

**диссертации на соискание учёной степени
кандидата экономических наук**

Подписано в печать	25.03.2011.	Формат 60×84/16.	Бумага офсетная.
Уч.-изд. л. 1,35.	Усл. печ. л. 1,4.	Тираж 100 экз.	Заказ 22/2011.

Отпечатано в редакционно-издательском отделе Сибирской академии финансов и банковского дела
630051, Новосибирск, ул. Пагузова, 7. Для корреспонденции: 630051, Новосибирск, а/я 134.
Тел. 8 (383) 278-85-74. Факс 279-73-83. E-mail: as_sifbd@nnet.ru, md_sifbd@nnet.ru